

【中国经济分析】

5月宏观经济月报

主要观点

- ❖ **PMI**: 制造业 PMI 录得 49.2%，较上月继续回落 2.7 个百分点。非制造业 PMI 录得 56.4%，较上月回落 1.8 个百分点。4 月 PMI 指向当前经济复苏的趋势虽然没有改变，但复苏的斜率确实有所放缓，且复苏依旧处于初期，有明显的结构分化特征，服务业、建筑业表现好于制造业，制造业目前处于被动累库存阶段，面临的需求约束大于供给约束。
- ❖ **生产**: 4 月工业增加值同比增长 5.6%，低基数下工增同比继续回升；环比由正转负至 -0.47%，较 3 月回落 0.75 个百分点，指向需求不足的问题依旧存在，生产端压力已逐步显现。从三大门类看，制造业分项读数高于电热水、采矿业，主要是由于去年制造业的基数下探深度非常显著，从两年平均的角度看，制造业复合增速仅为 0.8%，是 4 月工业增加值的主要拖累。
- ❖ **投资**: 1-4 月份，全国固定资产投资累计同比增长 4.7%，较前值继续放缓 0.4 个百分点，是有记录以来除 2020 年以外同期的最低值。**(1)** 制造业投资累计同比增长 6.4%，较前值继续回落 0.6 个百分点，主要受到需求不足、企业盈利下降等因素制约。**(2)** 基础设施投资累计同比增长 9.8%，较前值继续回落 1.0 个百分点。高频数据看，沥青开工率有所走弱，水泥发运率基本持平，指向基建实物工作量仍待进一步落地。**(3)** 房地产投资累计同比增长 -6.2%，较前值回落 1.1 个百分点，整体看房地产投资尚未能出现好转，销售面积下滑之后，竣工是房地产投资的主要支撑。
- ❖ **消费**: 4 月我国社会消费品零售总额 3.49 万亿元，同比增长 18.4%，较上月大幅加快 7.8 个百分点，主因基数较低，实际仍低于预期。整体看，消费表现仍弱，餐饮为代表的服务业复苏趋势好于商品

发展研究与战略管理部

研究员：童辰

电话：010-86620107

邮箱：tongchen@ebtrust.com

研究员：马格非

电话：010-86620112

邮箱：magefei@ebtrust.com

研究员：李博

电话：010-86620113

邮箱：libo03@ebtrust.com

相关报告

《【宏观研究】3月宏观经济月报》
2023-3-19

《【宏观研究】2月宏观经济月报》
2023-2-14

《【宏观研究】1月宏观经济月报》
2023-1-20

《【宏观研究】12月宏观经济月报》
2022-12-19

《【宏观研究】11月宏观经济月报》
2022-11-18

《【宏观研究】10月宏观经济月报》
2022-10-20

《【宏观研究】9月宏观经济月报》
2022-9-19

销售。向后看，考虑到五一假期消费数据，消费复苏方向依旧比较明确，但消费的实际修复仍需要政策的刺激，以及居民收入预期的回暖。

- ❖ 进出口：4月出口金额 2954.2 亿美元，同比增长 8.5%，略超预期。出口结构上汽车为主要带动力量，出口国别从美欧、东盟转向了俄罗斯、中西亚、非洲等一带一路沿线。4月进口 2052.1 亿美元，同比下降 7.9%，医药、飞机、农产品等进口实需是主要带动因素，原油、钢铁等大宗商品因价格原因对进口形成一定拖累，此外集成电路“卡脖子”和汽车进口替代也是进口的主要拖累。
- ❖ 物价：CPI 同比 0.1%，环比跌幅收窄至-0.1%，食品价格下行仍是主因，猪肉价格环比-3.8%带动食品分项环比-1.0%，后续猪肉价格仍将磨底，对于 CPI 持续形成拖累；非食品项企稳，核心 CPI 持平，旅游数据高增对于服务价格持续形成支撑，后续随暑期到来各项服务价格仍有上行空间。PPI 同比继续下滑 1.1 个百分点至-3.6%，环比-0.5%，指向内外需求仍旧疲软。向后看，尽管国内经济逐步复苏，但各类能源品需求不足价格仍将磨底，预计 5 月 PPI 同比仍将保持负增。
- ❖ 金融：4月新增社融 1.22 万亿元，低于市场预期，直接融资主要受到政府发债拉动，企业债券收缩。信贷仅有企业长贷同比多增，而受到楼市再降温拖累和居民消费需求下降，居民长短贷和企业短贷均收缩。向后看，五一期间消费企稳和社零的高增都将对 5 月居民短贷形成支撑，但居民中长贷仍需结合楼市复苏进度继续观察。货币存量看，M2 增速回落 0.3 个百分点至 12.4%，居民存款下降，主要流向银行理财和资本市场，另外提前还贷也是重要因素。

前序：宏观经济形势研判.....	4
一、PMI：经济复苏趋势不变，但斜率有所放缓	6
二、生产端：工业增加值环比转负，生产端压力逐步显现	8
三、投资端：地产跌幅继续扩大，制造业和基建小幅下行	9
四、消费端：社零继续修复，消费整体仍低于预期	12
五、进出口：出口略超预期，出口目的地向一带一路沿线转变	13
六、物价端：CPI 环比跌幅收窄，PPI 受去年高基数冲击	15
七、金融：社融增量低于预期，居民存款贷款均下降	19

前序：宏观经济形势研判

经济修复斜率明显放缓，后续政策预期有所加强。4月制造业PMI回落至线下，非制造业PMI维持高位，呈现明显的复苏强弱分化。工业生产持续修复，但仍然受累于需求不足，利润偏低，修复速度有所降低；投资端各分项均出现回落，房地产依旧是固定资产投资的最大拖累项；消费在一季度释放积压的需求之后，有一定的减退；进出口略超预期，主要出口国别较此前有显著调整，向一带一路沿线偏移；物价继续回落，但尚不需担心通缩；信贷端上月触顶后，4月有明显回落，信贷已过力度最大的时刻。

4月宏观经济读数中需要关注三个重点。一是生产端有被动累库存的迹象，一季度生产端主动去库存的表现明显，但进入4月库存景气度维持高位的同时，原材料采购有所降低，指向了生产端的被动累库，需求不足对工业生产的影响逐步变得更加显著。二是房地产市场热度有所减退，一方面销售有所下滑，另一方面企业端融资未见明显好转，房地产投资目前仍是依靠‘保交楼’支撑。三是物价指数降至低位，指向经济修复放缓，需求不足的问题仍待解决，商品消费已成为内需的一大短板，政策端考虑消费刺激政策的必要性进一步提高。

从当前宏观读数看，虽然有去年低基数的影响，但4月多项数据同比改善有限，部分数据环比走弱幅度较大，经济复苏斜率明显放缓。虽然数据整体偏弱，但复苏仍然是不变的基调，不过政策力度加大的必要性有所上升，后续经济运行需要关注政策端。

基于当前宏观数据及近期政策导向，我们对后续政策主线判断如下：

其一，降息降准可能性降低，信贷已过力度最大时段。5月15日，中国人民银行

发布《2023年第一季度中国货币政策执行报告》，并在专栏中对利率、通胀等问题发表了观点。对于利率政策央行使用了“居中之道”这个词，这可能也是当下利率政策的核心词，考虑到当下既看不到经济过热的迹象，也没有明显的衰退风险，利率政策接下来偏向于保守的可能性相对更大，利率调整的可能性有所降低。准备金政策方面，央行在《报告》提出“稳健的货币政策要精准有力，总量适度，节奏平稳，搞好跨周期调节，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。”，准备金政策是流动性调节工具，央行不能无限制的通过MLF等债权工具投放流动性，流动性合理充裕的要求下，后续降准仍有可能。信贷投放方面，本次一改2021-2022年《报告》中“信贷增长”的表述，调整为信贷总量适度，意味着当下信贷投放最大力度的时段或已经过去。

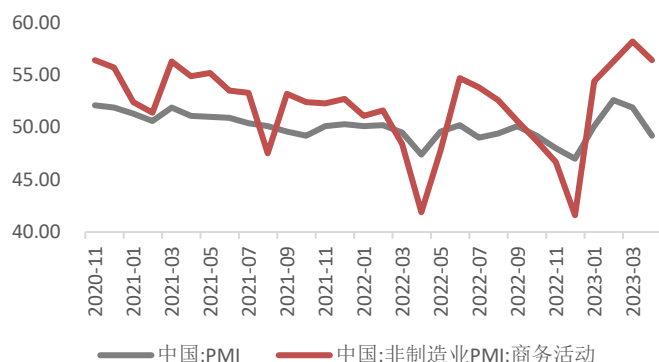
其二，财政支持扩内需是最大重心。4月中央政治局会议将未来经济工作重点放在恢复和扩大需求中。会议强调要“多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费”；把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，形成推动高质量发展的强大动力，统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。整体看，中央政治局会议本次的定调中更加重视激发经营主体活力，通过稳主体来稳就业，从而提升居民收入预期。我们认为后续财政政策的支持重心将围绕稳主体，结合货币端信贷力度最大时段已过，信贷支撑的手段大概率不会作为重点，财政的支持方法可能将是围绕落实普惠政策，推进央企、国企改革，拓展消费等措施。

一、PMI：经济复苏趋势不变，但斜率有所放缓

4月制造业和非制造业 PMI 数据均出现回落，制造业 PMI 录得 49.2%，较上月继续回落 2.7 个百分点；非制造业 PMI 录得 56.4%，较上月回落 1.8 个百分点。

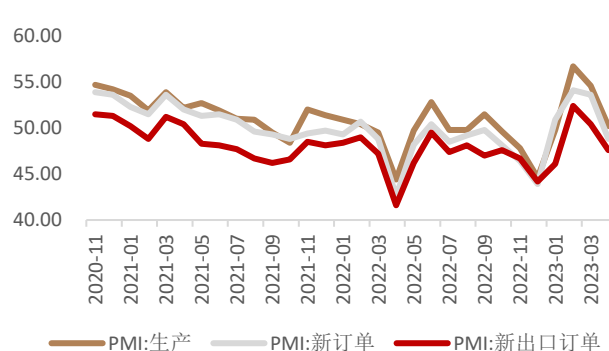
生产需求继续回落。4月制造业 PMI 生产线上继续回落，降至 50.2%，较上月继续下行 4.4 个百分点，指向工业生产扩张速度再度放缓。新订单指数也大幅回落，下滑 4.8 个百分点至 48.8%，新出口订单方面，虽然出口读数再次超过市场预期，但 PMI 新出口订单依旧回落了 2.8 个百分点，指向后续出口压力可能增大。新订单、新出口订单连续两个月大幅回落，且降幅继续扩大，显示市场需求仍偏弱。

图 1：4 月制造业和非制造业 PMI 双双回落



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 2：4 月生产与需求继续回落

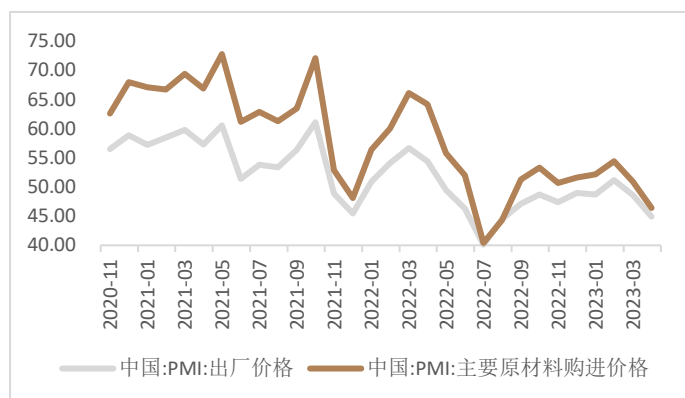


资料来源：WIND，光大信托研究院

制造业两项价格指数延续回落。出厂价格指数继续回落 3.7 个百分点至 44.9%，主要原材料购进价格指数回落 4.5 个百分点至 46.4%，两项指标降幅均较上月有所扩大。一方面指向上游价格压力不大，对中下游利润的挤压效应并不强；另一方面，出厂价格指数的回落也指向下游需求偏弱，对出厂价格无法形成支撑。4 月制造业产成品库存指数录得 49.4% 处于 2012 年以来高位，而采购量指数录得 49.1% 处于历史同期的低位，指

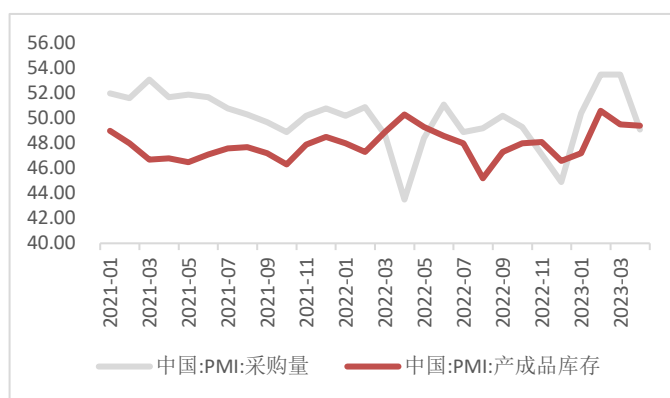
向当前是较为典型的被动累库存阶段，制造业面临的需求约束大于供给约束。

图 3：两项 PMI 价格指数延续回落



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 4：库存指数处于同期高位但采购指数处于同期低位

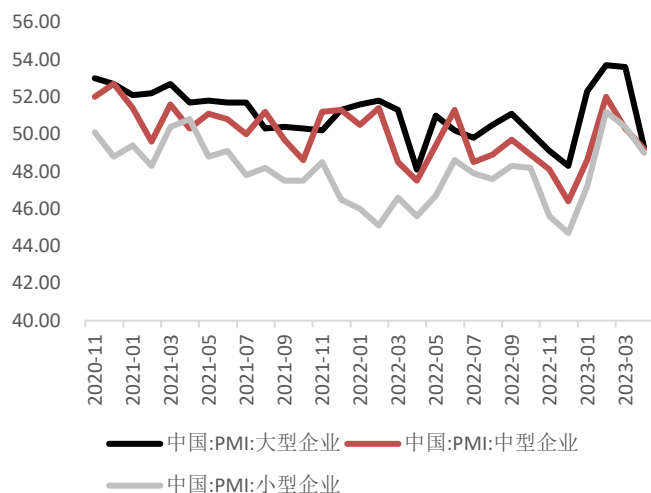


资料来源：WIND，光大信托研究院

大、中、小型企业 PMI 均降至线下。4 月大型企业 PMI 为 49.3%，大幅回落 4.3 个百分点；中型企业 PMI 回落 1.1 个百分点，录得 49.2%；小型企业 PMI 下行 1.4 个百分点，录得 49.0%。大型企业多处产业链上游，中小型企业则更多处于中下游，大型企业的大幅回落可能指向需求的不足已对工业上游生产形成了一定影响。

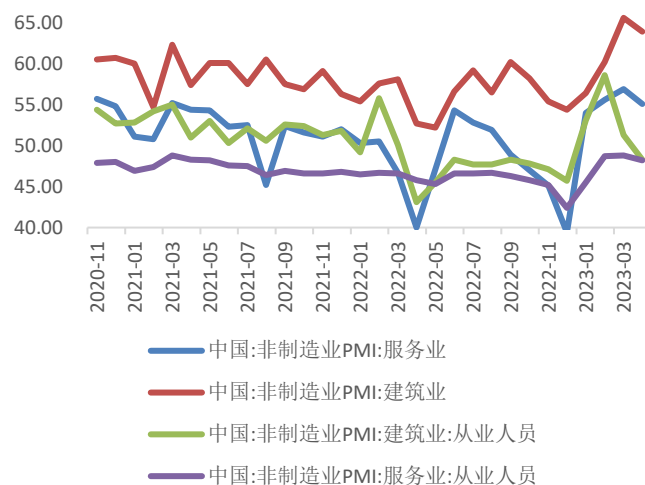
服务业、建筑业 PMI 仍处于高位。4 月服务业 PMI、建筑业 PMI 分别为 55.1%和 63.9%，分别回落了 1.8 和 1.7 个百分点，虽然有所回落但仍然处于景气度高位。值得关注的是，建筑业 PMI 虽然处于历史高位，但建筑业从业人员指数却连续两个月大幅下行，从 2 月 58.6%的高位下落至 48.3%，指向从业人员从建筑业流出，后续建筑业景气度的持续性可能将有所降低。

图 5：大中小型企业 PMI 均落至线下



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 6：建筑业 PMI 大幅上行但各主要分项均有所回落



资料来源：WIND，光大信托研究院

整体看，4 月 PMI 指向当前经济复苏的趋势虽然没有改变，但复苏的斜率确实有所放缓，且复苏带有明显的结构分化特征，服务业、建筑业表现优于制造业。

二、生产端：工业增加值环比转负，生产端压力逐步显现

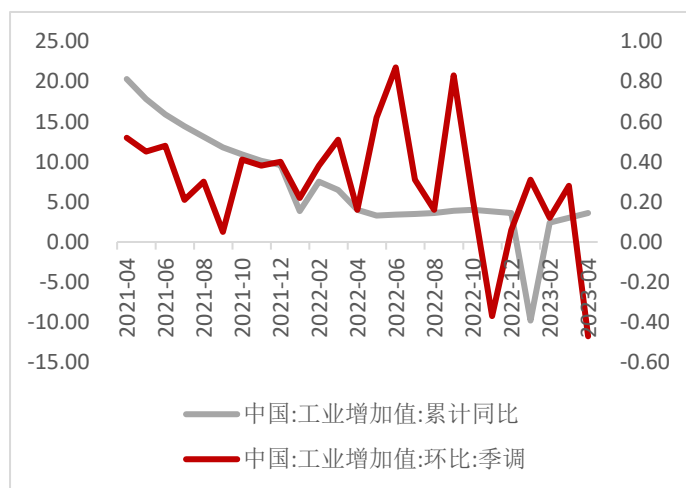
4 月工业增加值同比增长 5.6%，较上月高 1.7 个百分点，但同比的增长主要受益于去年的低基数。从环比增速看，4 月环比增速由正转负至 -0.47%，较 3 月回落 0.75 个百分点，体现了生产压力较 3 月有所加大。

分三大门类看，4 月份制造业工业增加值同比最高，增速相比上月上行 2.3 个百分点至 6.5%，主要是由于去年制造业的基数下探深度非常显著，从两年平均的角度看，制造业复合增速仅为 0.8%，是 4 月工业增加值的主要拖累；其次为电热水同比增长 4.8%，较上月收窄 0.4 个百分点；采矿业依然受去年同期高基数影响，较上月增速继续下行 0.9

个百分点，同比持平。

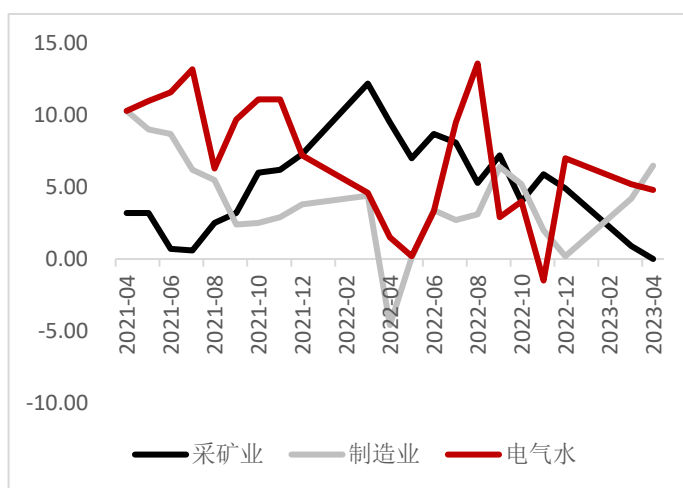
分行业看，在偏低的基数背景下，41个大类行业中有25个行业增加值保持同比增长。其中，汽车制造业增加值同比由13.5%大幅冲高至44.6%，电气机械和器材制造业增长17.3%，通用设备制造业增长13.5%，增速分别比规模以上工业快39.0、11.7和7.9个百分点，表现较好。分产品看，新能源汽车同比增长85.4%，涨幅较上月大幅提高52.1个百分点；光伏电池依然保持高增长，同比增幅为69.7%。

图7：4月工业增加值环比增速走弱



资料来源：WIND，光大信托研究院

图8：低基数下制造业同比继续回升

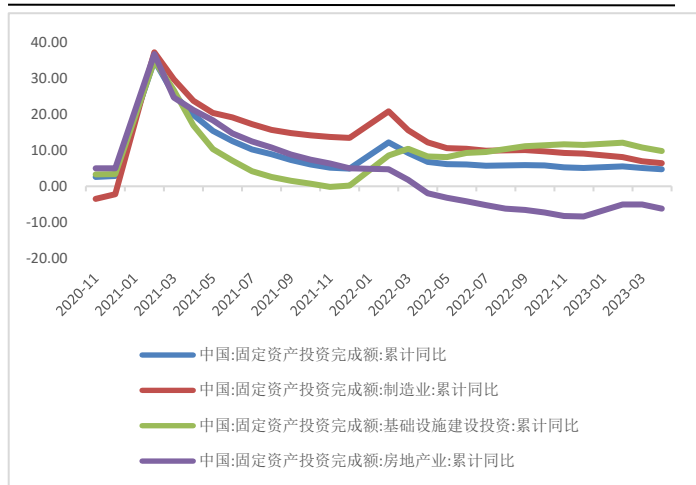


资料来源：WIND，光大信托研究院

三、投资端：地产跌幅继续扩大，制造业和基建小幅下行

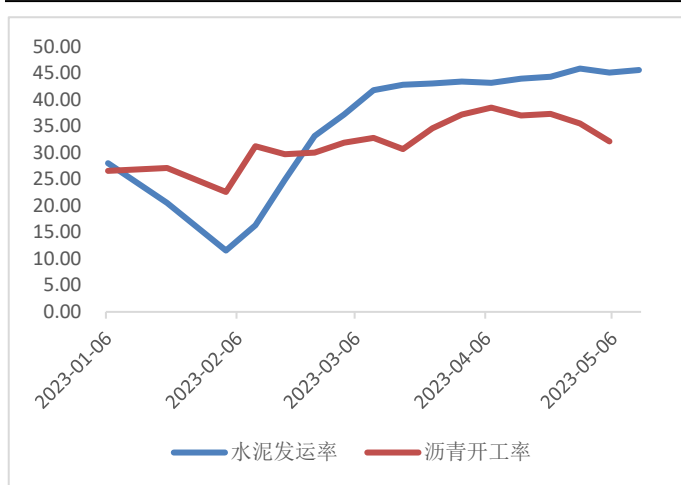
1-4月份，全国固定资产投资累计同比增长4.7%，较前值继续放缓0.4个百分点，是除2020年以外有记录以来同期的最低值；环比看，4月固定资产投资完成额环比录得-0.64%，降幅较3月的-0.83有所收缩。分项看，房地产、制造业和基建累计同比均出现下行。

图 9：4 月固定资产投资三个分项均回落



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 10：沥青开工率明显下滑，水泥发运持平

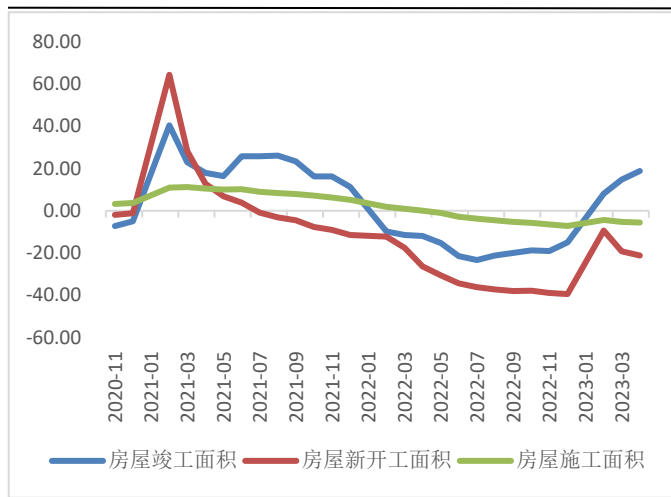


资料来源：WIND，光大信托研究院

基础设施投资累计同比增长 9.8%，较前值继续回落 1.0 个百分点，虽继 3 月后再次下滑但仍处高位。单月看，4 月同比 7.9%，较 3 月回落 0.8 个百分点。4 月企业端中长期贷款减少，政府债净融资额延续回落，表明基建资金流入有所放缓。高频数据看，沥青开工率有所走弱，水泥发运率基本持平，指向基建实物工作量仍待进一步落地。经济修复斜率走弱的背景下，政策发力的必要性有进一步提高，后续基建大概率仍将保持稳定。

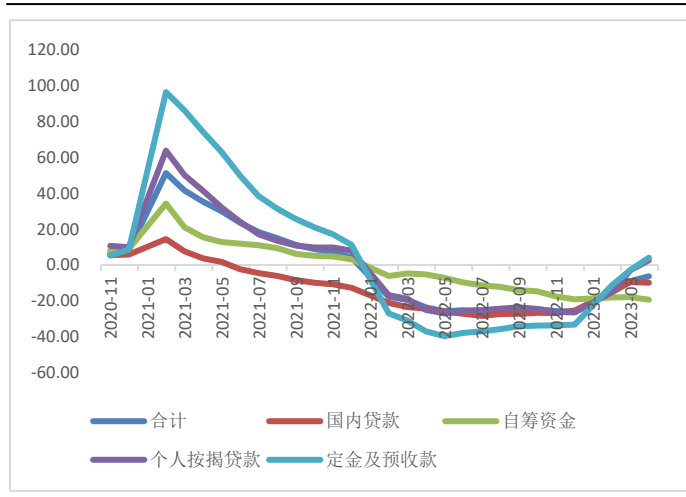
制造业投资累计同比增长 6.4%，较前值继续回落 0.6 个百分点。4 月单月同比为 5.3%，继续下行，主要受到需求不足、企业盈利下降等因素制约。

图 11：4 月竣工依然是房地产投资的主要支撑



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 12：房地产开发资金同比有小幅回升



资料来源：WIND，光大信托研究院

房地产投资累计同比增长-6.2%，较前值回落 1.1 个百分点，依然是固定资产投资的最大拖累项。1-4 月商品房销售面积同比-0.4%，商品房销售额同比 8.8%，两年平均增速分别为-11.2%、-12.4%，分别较前值回落 3.2、2.1 个点，指向 4 月地产销售明显回落，与高频数据走势一致，房地产销售在前期堆积的需求回落后整体未得到明显改善。开工方面延续了年初以来的格局，**房地产竣工面积同比增速再创 2021 年下半年以来的新高**，施工面积和新开工面积延续回落，显示房企开工意愿仍然较弱。房地产开发资金来源同比微增 0.8%，不同融资渠道的分化较大，定金预收款、个人按揭贷款同比大幅正增，自筹资金和国内贷款同比显著负增。但其受到不同基数情况的影响较大，如果考虑两年平均增速，则房地产开发各项资金来源均为 20% 左右的负增长，意味着房企开发资金来源可能仍较紧张。整体看，**房地产投资尚未能出现好转**，销售面积下滑之后，竣工是房地产投资的主要支撑。

四、消费端：社零同比继续上升，实际仍低于预期

4月我国社会消费品零售总额 3.49 万亿元，同比增长 18.4%，较上月大幅加快 7.8 个百分点，主因基数较低，实际仍低于预期。

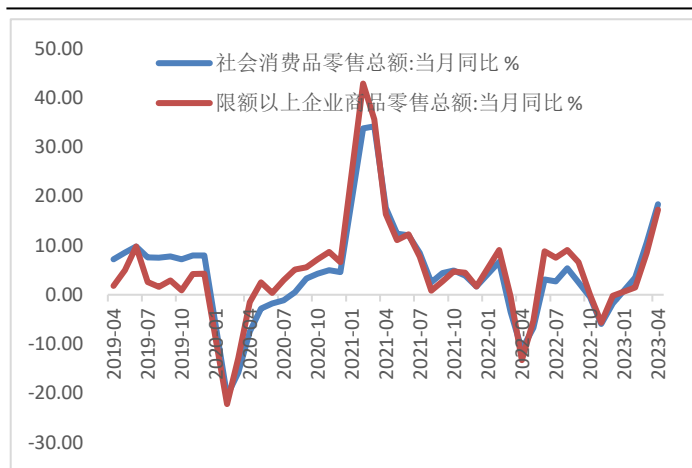
可选必选消费修复继续回升。必需消费品中仅饮料增速较前值明显走低，同比减少 3.4%；粮油、食品类基本稳定；餐饮、服装鞋帽、日用品类同比增长 43.8%、32.4%和 10.1%，较前值继续走高。可选消费品仅办公用品和建材回落，其余可选消费品增速均有上行，其中金银珠宝、汽车、体娱用品和化妆品增幅居前。

汽车消费受低基数影响保持高增。4月汽车零售额同比大幅增长 38.0%，较上月提高 26.5 个百分点。但剔除基数影响，两年复合增速转为-2.8%，表现仍显低迷。高频数据看，4月汽车总销量同比 82.7%，而环比下降 11.9%，这主要是受到去年同期上海、吉林疫情低基数拉动影响，行业依然处于去库存阶段。

地产链依然表现不佳。家电、家具、建筑装潢材料等涉房消费仍然表现不佳，同比增速分别为 4.7%、3.4%、-11.2%，建筑装潢材料零售额同比降幅扩大至 10%以上。

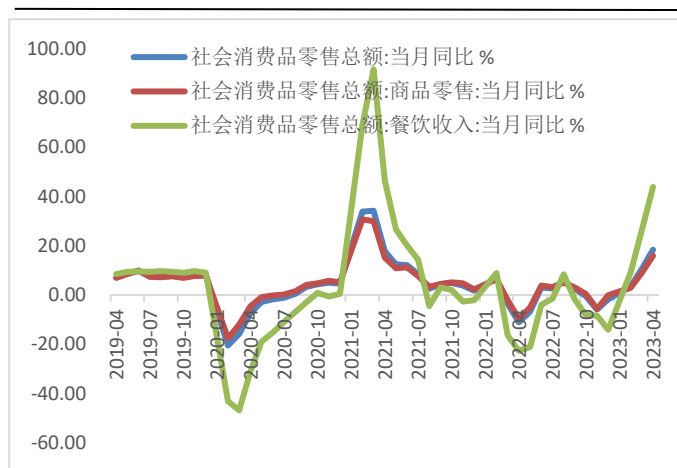
整体看，消费表现仍偏弱，且内部分化，餐饮为代表的服务业复苏趋势好于商品销售，当前居民消费能力和消费意愿仍未被完全释放。向后看，考虑到五一假期的消费数据，5月社零读数仍将保持高增，但消费的实际修复仍需要政策的刺激，以及居民收入预期的回暖。

图 13：4 月消费数据同比大幅增长



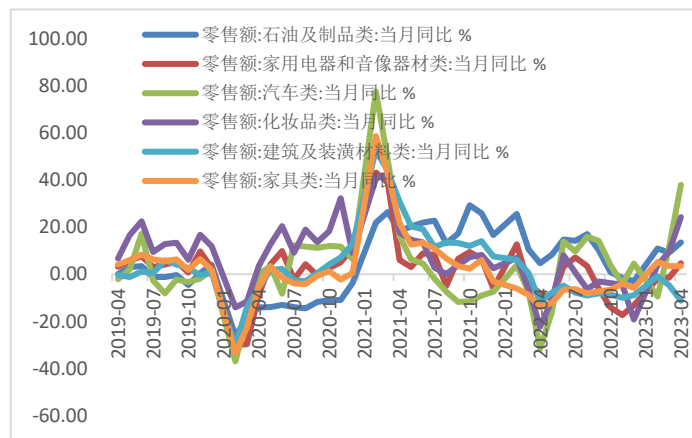
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 14：4 月餐饮收入继续高增



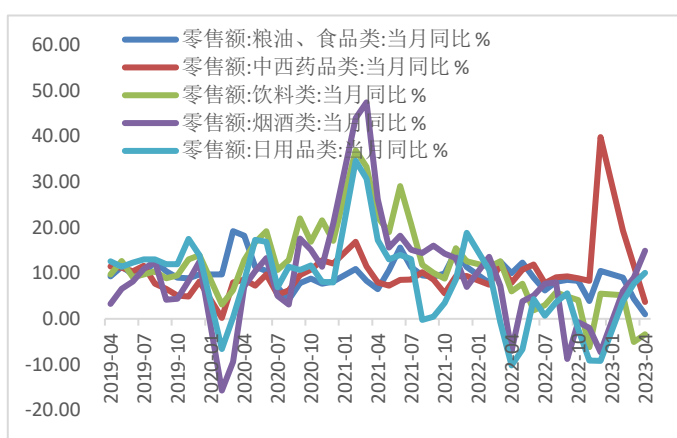
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 15：4 月汽车类消费继续高增



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 16：4 月日用品类消费增长超 10%



资料来源：WIND，光大信托研究院

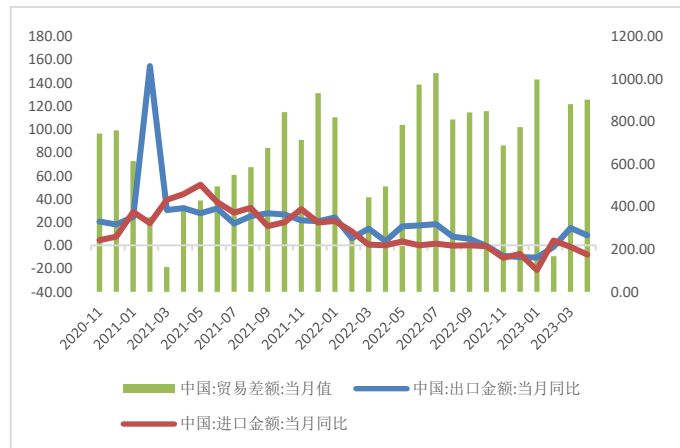
五、进出口：出口略超预期，出口目的地向一带一路沿线转变

4 月出口金额 2954.20 亿美元，前值为 3155.9 亿美元，同比增长 8.5%，出口金额增速较 3 月虽有回落，下行 6.3 个百分点，但依然高于市场预期。诚然去年疫情影响下同期基数较低对 4 月出口形成了一定的支撑，但按出口金额比对 2021 年读数进行年化平均计算 4 月出口增速仍在 6% 以上，指向 4 月出口确有强韧之处。

出口结构上汽车为主要带动力量。4月汽车对出口的带动继续亮眼，汽车出口同比增长 220.09%，较 3 月继续增长 77 个百分点。此外手机出口金额下滑幅度的收窄也对 4 月出口形成了正向的带动作用。4 月劳动密集型产品对出口的拉动为 1.3 个百分点，相比上月收窄较为明显，但仍对出口增长形成正向作用。耐用品、农产品的出口金额均有降低，对出口形成拖累。

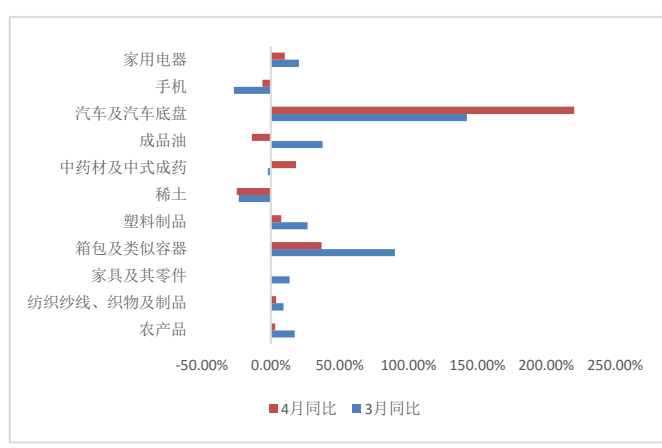
出口主要区域转向俄罗斯、非洲等一带一路沿线。4 月出口国别结构已较此前有较大的改变，支撑我国出口的区域从此前的美国、欧盟、东盟转变为了俄罗斯、非洲、中亚国家等一带一路沿线国家，尤其是俄罗斯近两个月内对我国出口的拉动甚至占到了出口整体增长的 1/3。

图 17：4 月出口略超预期



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 18：4 月汽车是出口的主要带动品类



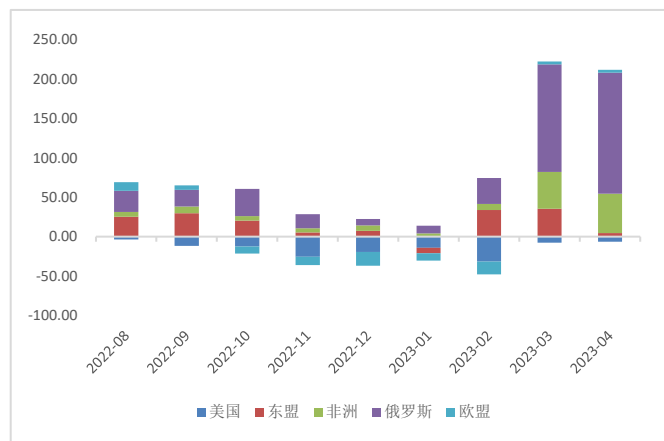
资料来源：WIND，光大信托研究院

4 月进口 2052.1 亿美元，前值为 2,274 亿美元，同比下降 7.9%，前值为 -1.4%。进口的主要带动项是医药材医药、载重超过 2 吨的飞机、农产品等，均为进口刚需较大的商品。进口的拖累项方面，一是原油、铁矿、钢材等大宗商品，拖累进口的主要原因主要是

价格的同比下跌。二是集成电路的进口额继续拖累进口，主要是受到外围“卡脖子”的影响。三是汽车进口增速进一步下行，主要是由于国内汽车的进口替代产生了显著的影响。

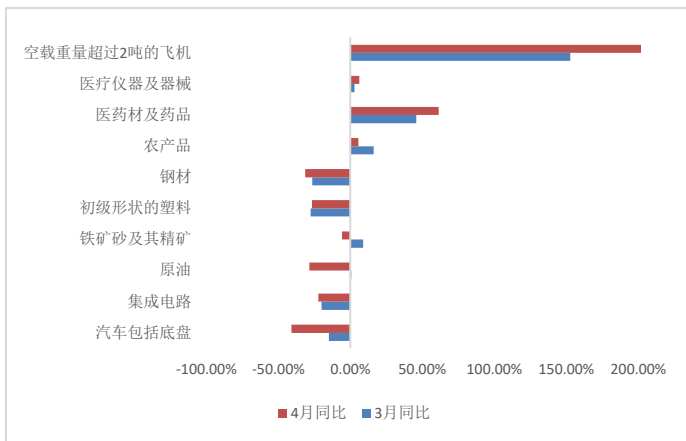
4月贸易顺差 902.1 亿美元，前值为 881.9 亿美元，环比有小幅升高，过去三年同期分别为 494、404 和 449 亿美元。

图 19：4 月出口国别向一带一路沿线倾斜



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 20：4 月进口集成电路、原油、汽车为主要拖累



资料来源：WIND，光大信托研究院

向后看，4 月进出口数据与 PMI 新出口订单的读数再度出现背离，指向当前超预期的出口可能是 2、3 月订单积压的原因，后续出口可能支撑不足，仍需关注我国出口国别及结构的转变是否可以长期支撑出口增长。

六、物价端：CPI 环比跌幅收窄，PPI 受去年高基数冲击

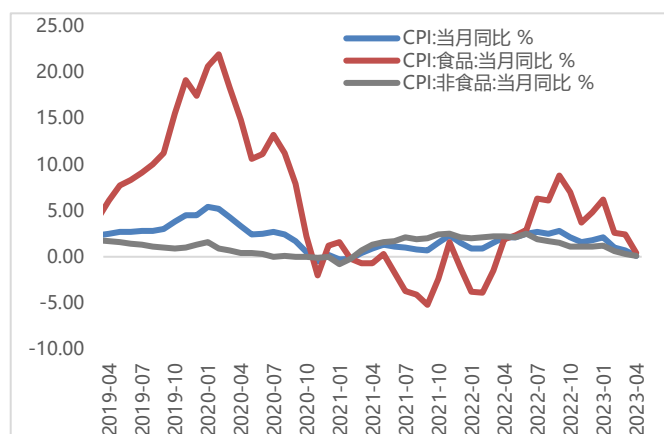
（一）CPI 环比跌幅收窄，食品价格仍是主因

4 月 CPI 同比回落 0.6 个百分点至 0.1%，环比跌幅收窄 0.2 个百分点至 -0.1%。分项看，食品项较上月下降 2.0 个百分点至 0.4%，环比读数 -1.0%，较上月收窄 0.4 个百

分点；非食品项较上月下降 0.2 个百分点至 0.1%，环比读数 0.1%，较前值有所改善；剔除食品和能源的核心 CPI 同比为 0.7%，持平上月。整体来看，4 月 CPI 下行主要仍是食品价格下跌影响。

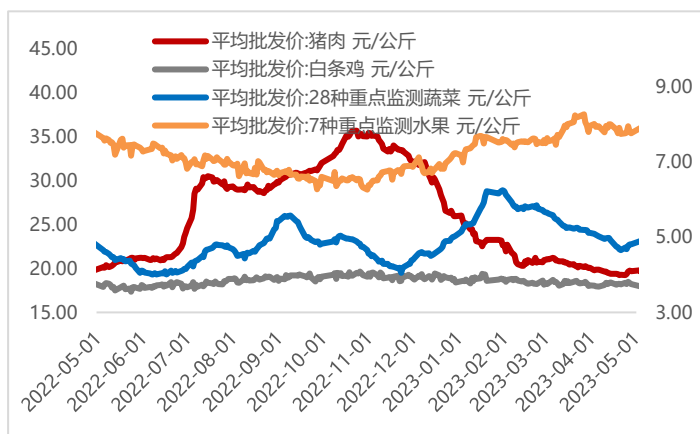
1) 农产品高基数影响下价格持续下滑。其中，畜肉价格环比下行-1.9%，其中猪肉环比下跌-3.8%，前值-4.2%；鲜菜价格环比下行-6.1%，前值-7.2%；鲜果、蛋类价格环比转负，分别录得下行-0.7%、-0.2%，前值上涨 0.4%、0.2%；仅有水产品价格环比上涨 0.5%，前值-0.8%。综合看，在需求整体仍旧偏弱影响下，季节性供给恢复叠加高基数效应，食品价格特别是猪肉价格持续下滑，成为 CPI 持续下跌主因，预计未来猪价仍将保持低位运行，对于 CPI 形成一定拖累。

图 21：食品项 CPI 同比 4 月延续大幅下行



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 22：4 月各项农产品价格下行

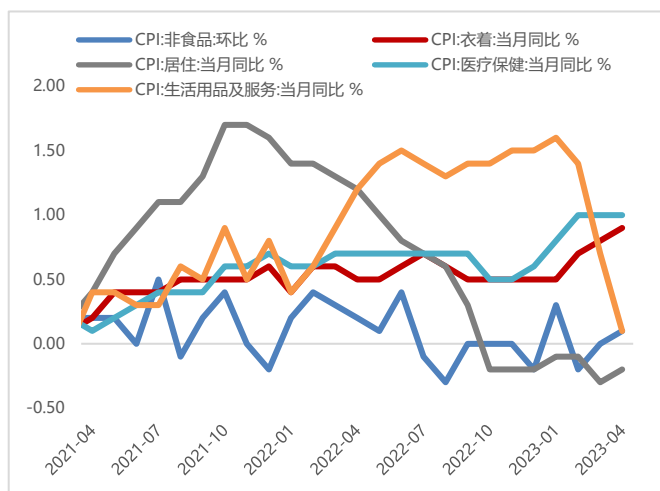


资料来源：WIND，光大信托研究院

2) 非食品项企稳，核心 CPI 持平。其中教育文化和娱乐价格同比读数 1.9%，前值 1.4%，其中旅游价格同比大幅上行 3.8 个百分点至 9.1%，前值 5.3%；居住总项价格指数同比下降-0.2%，前值-0.3%，其中房租同比增速-0.3%，前值-0.5%，水电燃料方面同比下降-0.2%，前值-0.1%；服务项目方面，本月同比增速收窄 0.6 个百分点至 0.1%，环

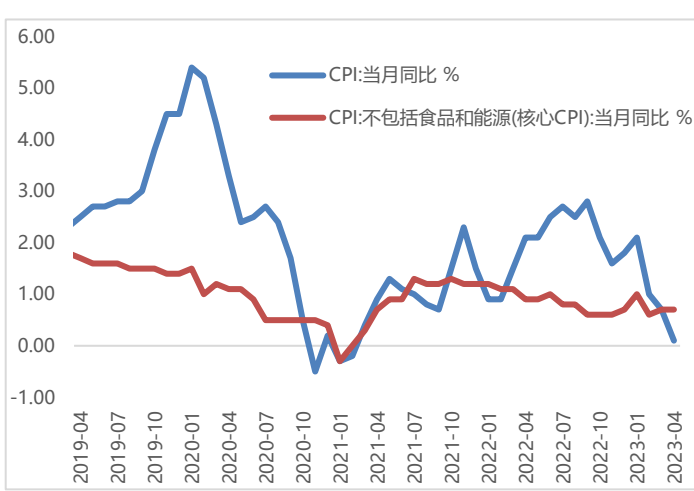
比持平上月，其中家用器具环比下跌-0.6%，前值 0.4%。核心 CPI 持平上月。整体看，五一旅游出行对于核心 CPI 形成持续拉动，预计未来随着暑期来临，各项需求仍有修复空间。

图 23：4 月生活用品及服务延续大降



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 24：4 月核心 CPI 小幅回升



资料来源：WIND，光大信托研究院

长期看，CPI 的稳定依仗于需求的回暖。短期看，农产品价格未来大概率仍将保持低位运行，高基数效应下将持续拖累 CPI 下行；而旅游和餐饮等消费场景的季节性持续修复将对非食品项价格形成一定的支撑。我们认为 5 月 CPI 受食品项拖累仍较为严重，延续低位。

(二) 内外需疲软拖累 PPI，目前仍处下行通道

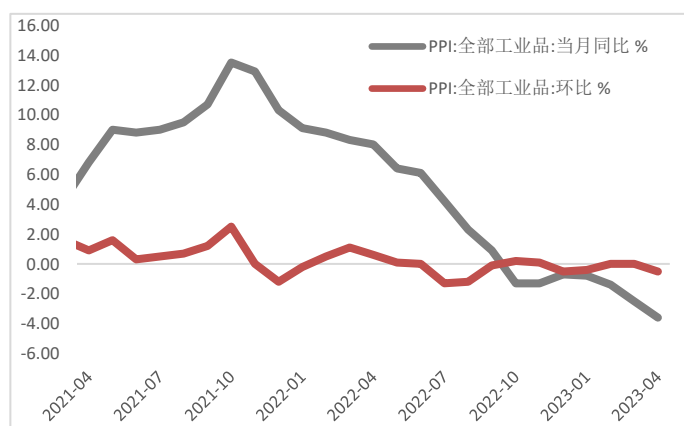
4 月全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比增速-3.6%，较上月继续下行 1.1 个百分点，环比-0.5%。分项看，生产资料价格同比续降 1.3 个百分点至-4.7%；生活资料价格同比涨幅本月收窄 0.5 个百分点至 0.4%。

内外需疲软是 PPI 大幅下跌主因。分细项看，采掘工业价格指数同比下行 8.5%，

原材料工业价格指数同比下行 6.3%，加工工业价格指数同比下行 3.6%，降幅均较上月扩大。从原材料对于 PPI 同比权重看，石油（18.97%）、煤炭（9.20%）、钢铁（9.71%）、有色（7.39%）和化学原料（8.75%）位列权重占比前五，合计占比超过 60%。4 月份铁矿石和有色矿分别环比下降 0.1%和 0.6%；4 月油价有所上行之后再次回落；而近期煤炭产能释放，而市场需求不足，煤炭价格环比降幅增加 3.4 个百分点至 4.0%。

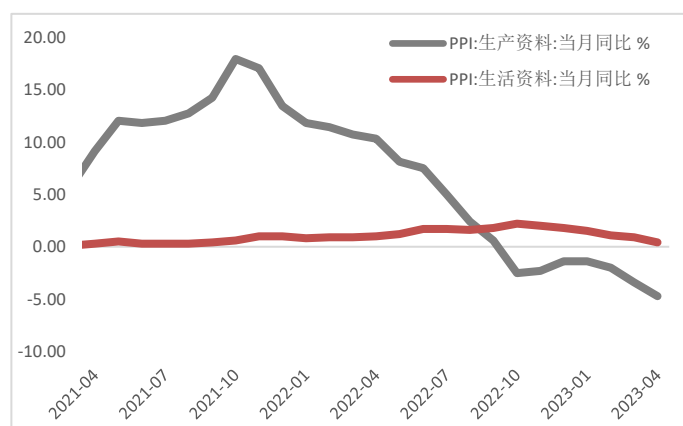
总体看，需求疲弱拖累原材料整体价格下行，PPI 仍有下行空间。向后看，尽管国内经济逐步复苏，但各类能源品需求不足价格仍将磨底，预计 5 月 PPI 同比仍将保持负增。

图 25：4 月 PPI 同比受高基数影响显著



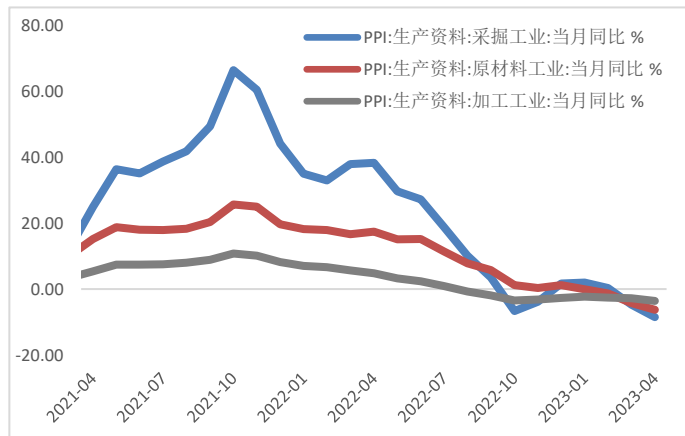
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 26：4 月生产资料为下行主因



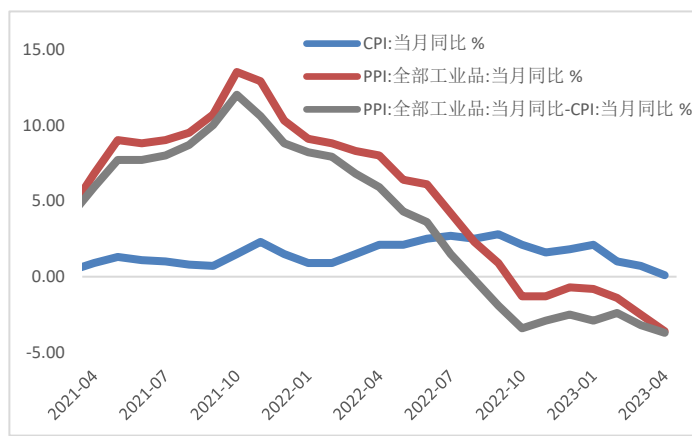
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 27：4 月生产资料各项企稳



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 28：4 月 PPI-CPI 剪刀差幅度持续转负



资料来源：WIND，光大信托研究院

七、金融：社融增量低于预期，居民存款贷款均下降

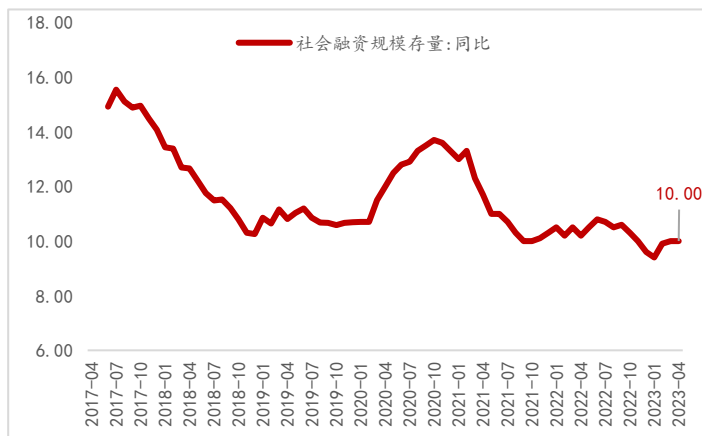
4 月新增社融 1.22 万亿元，同比多增 2729 亿元；社融存量同比增速 10.0%，持平上月；人民币贷款新增 7188 亿元，同比多增 649 亿元；广义货币(M2)余额 280.85 万亿元，同比增速分别较上月末变化-0.3 个百分点，录得 12.4%；狭义货币(M1)余额 66.68 万亿元，同比增速分别较上月末变化 0.2 个百分点，录得 5.3%。

图 29：4 月社融增量低于预期



资料来源：WIND，光大信托研究院

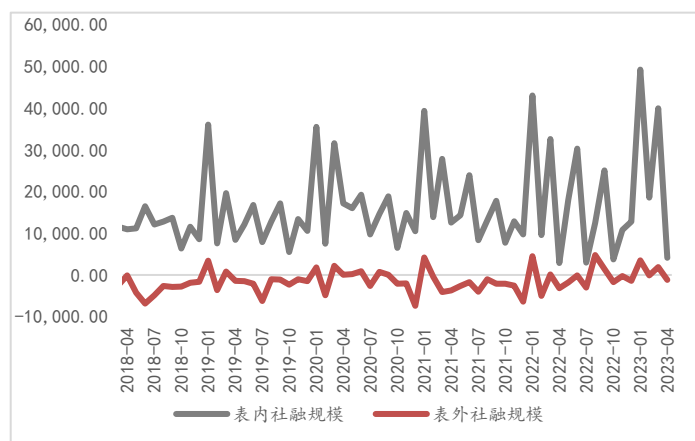
图 30：4 月社融存量同比持平上月



资料来源：WIND，光大信托研究院

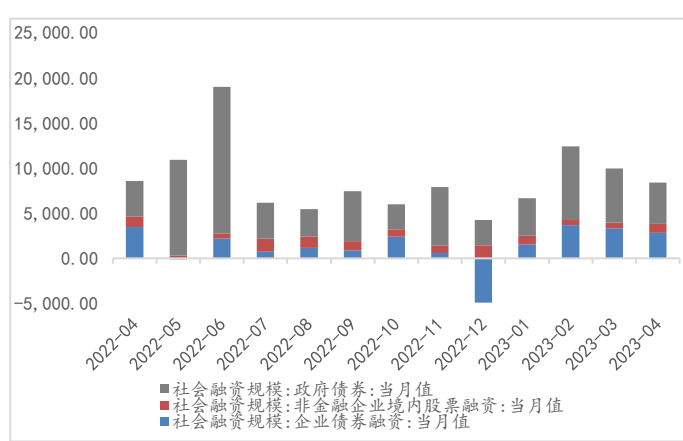
从分项看，政府发债仍旧是直接融资的主要力量。4月新增政府债融资4548亿元，同比多增636亿元，占融资总额54.2%；企业发债和股票融资分别同比少增636亿元和少增173亿元。目前最新地方债已发行2.78万亿元，新增一般债和专项债发行进度分别达到45.9%和42.7%，较去年同期分别加快5.7和8.9个百分点。

图 31：4月表内融资增量显著下行



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 32：4月政府债券融资仍是主力



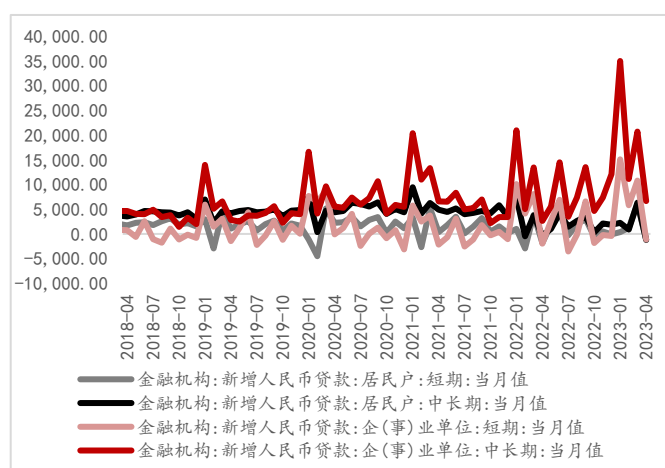
资料来源：WIND，光大信托研究院

企业短贷再次转负。非居民端看，4月企（事）业单位信贷同比多增1055亿元，其中中长期贷款同比多增4017亿元，较上月降低2186亿元，短贷再度由正转负录得减少1099亿元，同比少减849亿元，去年12月以来首次转负，表明企业短期需求有所渐缓，这也与楼市降温、经济修复降速具有较高相关性。向后看，企业短贷或随拉动内需政策和结构性政策工具使用而企稳，企业中长贷仍是主要支撑。

居民贷款全面走弱。居民端看，4月居民贷款减少2411亿元，同比多减241亿元，也是自去年10月以来首次转负。其中短贷减少1225亿元，同比少减601亿元，中长贷减少1156亿元，同比多减824亿元。此次居民贷款再度转负，一是表明居民短期消费需求仍差，通胀再度下行也证明价格上行驱动力较弱；二是一季度商品房销售小阳春后

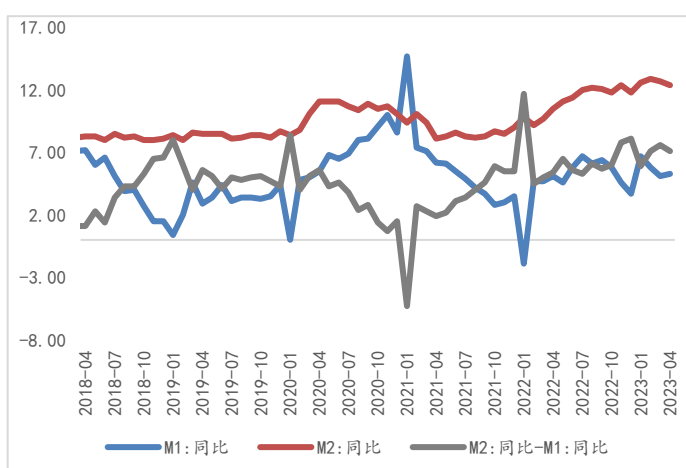
楼市再度走弱，需求的集中释放后难有增量需求。向后看，五一期间消费企稳和社零的高增都将对5月居民短贷形成支撑，但居民中长贷仍需结合楼市复苏进度继续观察。

图 33：4 月企业短贷、居民长短贷款均走弱



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 34：4 月 M1 和 M2 剪刀差收窄



资料来源：WIND，光大信托研究院

M2 增速回落，居民存款下降。4 月，M2 余额同比增长 12.4%，增速回落 0.3 个百分点，M1 增速同比上涨 0.2 个百分点。4 月，人民币存款减少 4609 亿元，同比多减 5518 亿元，其中住户存款减少 1.2 万亿元，同比多减 0.5 万亿元，主要源自银行持续降低存款利率，居民存款去向主要有：一方面是资本市场和银行理财持续回暖，居民存款大幅流入，高频数据看，4 月理财规模回暖超过 1.2 万亿元，5 月至今理财规模亦增长约 1100 亿元；另一方面是居民大规模提前还贷，也导致 3 月以来居民长期贷款持续下滑。此外，M2-M1 剪刀差此次收窄受到缴税及居民存款转移出现收窄，4 月为缴税大月，形成居民存款向财政存款转移的现象，M1 的提升主要与近期出行需求带动消费相关的现金流流入。向后看，货币政策或将更注重结构性，在去年高基数下，M2 或将延续回落。